

风险定价-当前可能是黄金比较好的左侧窗口

证券研究报告

2022 年 08 月 19 日

8 月第 3 周资产配置报告

8 月第 2 周各类资产表现：

8 月第 2 周，美股指数多数上涨。Wind 全 A 下跌了 1.68%，成交额 4.9 万亿元，日均成交额小幅下跌。一级行业中，煤炭、石油石化和综合表现靠前；消费者服务、汽车和农林牧渔等表现靠后。信用债指数下跌 0.08%，国债指数下跌 0.07%。

8 月第 3 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——疫情反复和高温天气限制稳增长发力，待气温下降和疫情得到控制，稳增长发力可能进一步加速

债券——稳增长任务完成前流动性环境无虞

商品——当前可能是黄金比较好的左侧窗口

汇率——美德实际利差不低，美元短期快速贬值的条件并不完备

海外——7 月通胀回落加速衰退定价，单边衰退交易可能在 9 月暂告结束

风险提示：出现致死率提升的新冠变种；经济复苏斜率不及预期；货币政策超预期收紧

作者

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com**林彦**

联系人

linyan@tfzq.com

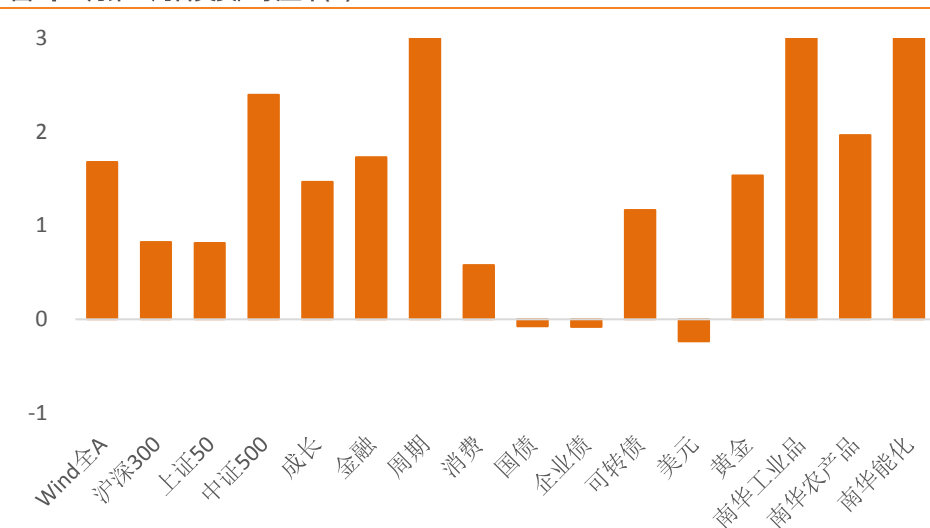
相关报告

1 《宏观报告：降息回应稳地产》
2022-08-16

2 《宏观报告：响鼓不用重锤》2022-
08-15

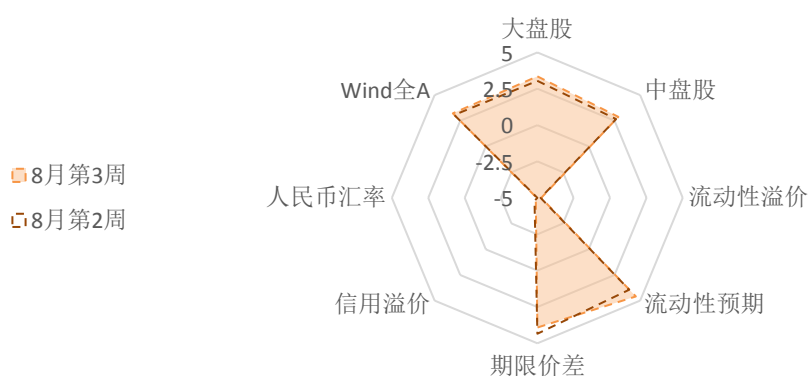
3 《宏观报告：信贷还有领先性
吗？》2022-08-14

图 1：8 月第 2 周各类资产收益率(%)



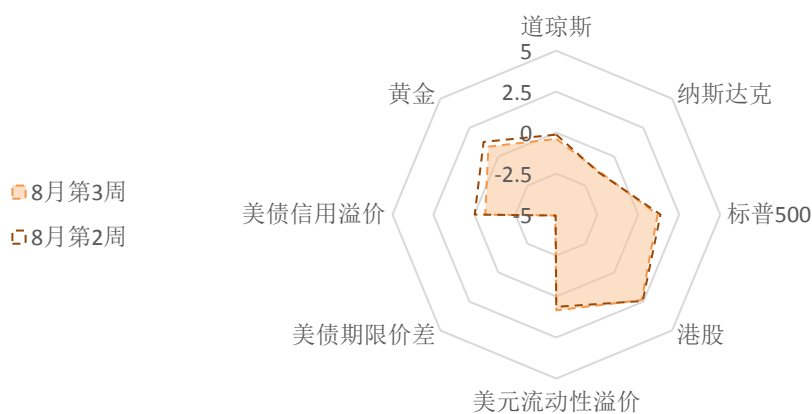
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：8 月第 3 周国内各类资产/策略的风险溢价



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：8 月第 3 周海外各类资产/策略的风险溢价



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：权益风险溢价表示股票的风险收益比，风险溢价越高代表风险收益比越高；

流动性溢价为市场对于当前流动性松紧程度的价格映射；

流动性预期为市场对于远期松紧程度的预期。

1. 权益：疫情反复和高温天气限制稳增长发力，待气温下降和疫情得到控制，稳增长发力可能进一步加速

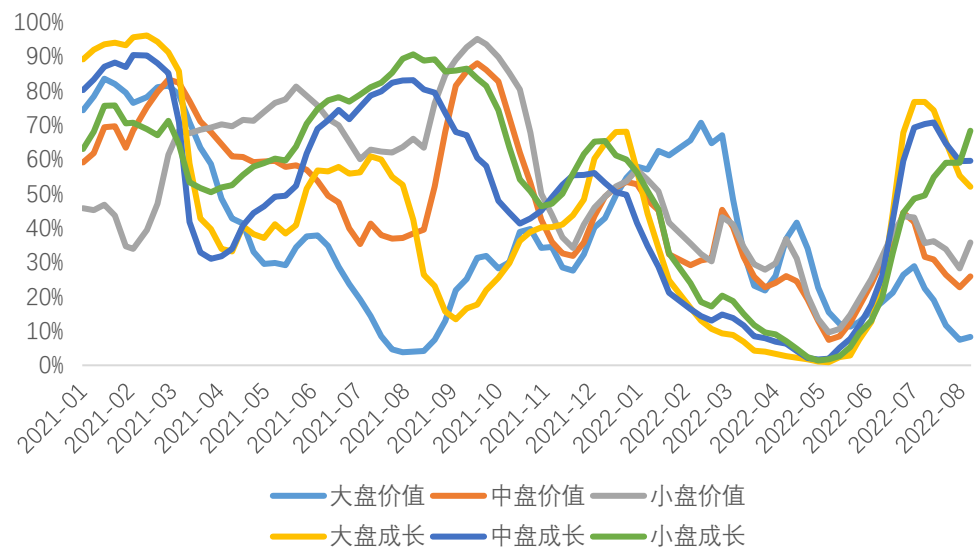
7 月金融数据在 6 月快速冲高之后，出现了断崖式下滑，但我们认为不应过度解读。在房地产大周期下行和“债务驱动投资”的发展模式退潮的背景下，信贷数据对经济周期的领先性意义可能逐渐消失。外生性因素又造成了短期需求不充分（不缺钱、不借钱、不花钱），即使需求充分改善也未必拉动信贷数据，未来对经济的解读可能更多要在需求中找证据。（详见《信贷还有领先性吗？》）

8 月第 2 周，国内新冠疫情反弹加速，新增感染（确诊+无症状-转归）回到五月中旬水平（2000 例以上，上周仅 700 例），截止 8 月 14 日，全国共有高风险地区 608 个（上周 389 个），中风险地区 666 个（上周 807 个）。受疫情影响，物流运输出行数据小幅走弱，8 月 7-13 日铁路货运发运量环比回落 1.8%（上周环比回落 2.4%），高速公路货车通行数量环比回落 1.6%（上周环比上升 1.0%），民航航班单日执行量 11615 班（上周 12177 班，环比下降 4.6%）。今年夏季的异常高温和有序用电可能影响部分工业生产，目前影响区域主要集中在川渝地区，比去年 9-10 月用电紧张的情况相对缓和。

8 月第 2 周，A 股市场全线反弹，Wind 全 A 上涨 1.68%。周期股、金融股、成长股和消费股分别录得涨幅 3.01%、1.73%、1.47%和 0.58%。中盘股表现优于大盘股，大盘股（上证 50、沪深 300）和中盘股（中证 500）分别上涨 0.81%、0.82%和 2.40%（见图 1）。市场情绪较上周有所改善，大、中、小盘价值和成长度的拥挤度有所回升，大盘成长小幅回落，中盘成长与上周持平。

小盘成长的交易拥挤度加速上升（68%分位），但距离 7 月初大盘成长的拥挤度顶部还有一些空间。中盘价值和成长度的拥挤度小幅回升（目前 26%和 36%分位），大盘价值的拥挤度仍处在 8%的低位（上周 7%）。房地产担忧之下，大盘价值的超卖幅度比今年 5 月更严重，短期盈亏比持续处在高位。

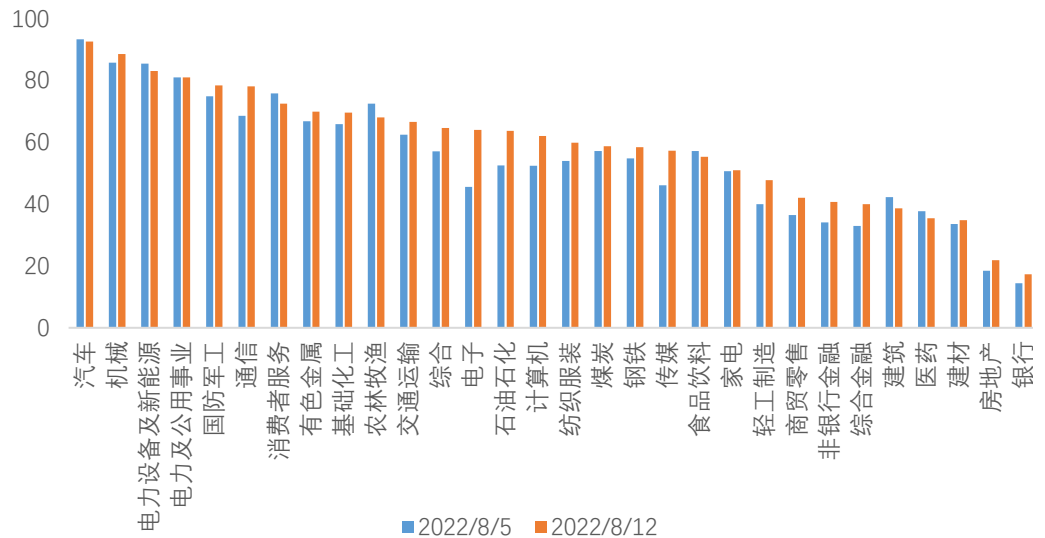
图 4：风格指数交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

8 月第 2 周，市场情绪开始改善，30 个一级行业中交易拥挤度有 23 个行业较上周有所上升（上周只有 9 个）。行业的平均拥挤度重新回升，较上周回升 4 个百分点（55% 上升至 59%），交易拥挤度在中性水平以上的行业个数接近总数的三分之二（本周 21 个，上周 19 个，电子和传媒回升至至中性上方）。汽车、机械、新能源、公用事业的拥挤度最高，医药、建筑建材、银行、房地产的拥挤度最低。

图 5：一级行业交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

8月第2周，北向资金周度再次由净流出转为净流入 76.50 亿人民币，北向情绪回温，隆基绿能、贵州茅台和伊利股份净流入规模靠前。南向资金净流入 24.39 亿港元，恒生指数的风险溢价略微下跌，性价比较高。

2. 债券：稳增长任务完成前流动性环境无虞

8月第2周，央行公开市场操作净回笼 50 亿，资金面保持平稳，流动性溢价维持在历史低位（3%分位），处于【极宽松】水平。市场对未来流动性收紧的预期高位上冲（96%分位）。中期流动性维持现在极度宽松的概率不高，但考虑到三季度需要配合稳增长发力和经济尽快回到正常区间，且房地产领域的信用风险尚未完全缓解，流动性快速收紧的概率不大。二季度货政报告未提杠杆和资金空转，资本市场对央行收紧的担忧缓解。4月以来资金价格维持在低位大概率是央行有意为之，稳增长、保就业仍是货币政策的首要任务，后续流动性环境变调的路标是经济和信用数据的显著改善。

8月第2周，期限价差小幅回调，仍处于较高位置（89%分位），久期策略性价比较高。信用溢价下跌至历史低位（2%分位），中低评级利差走窄速度较快，高评级和中低评级信用债估值都极贵（信用溢价分别回落至 3%分位和 0%分位），评级利差维持在历史较低位置，信用下沉的性价比极低。

8月第2周，债券市场的乐观情绪持续回温。利率债的短期交易拥挤度仍处上行通道，回升至较拥挤位置（74%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度止跌回弹（61%分位）。信用债的短期交易拥挤度连续一个月大幅上升，目前已经来到中性偏拥挤位置（66%分位）。

3. 商品：当前可能是黄金比较好的左侧窗口

能源品：8月第2周，布伦特油价震荡上行 3.5%，收于 98.01 美元/桶。供给端仍在稳步恢复：利比亚油田复产，欧佩克按计划增产，北海等重要油田检修结束。需求方面，北半球夏季出行高峰逐渐过峰，汽柴油需求开始下降，同时库存持续累积。本周的反弹主要是受美国 7 月 CPI 数据高位回落，美元指数调整带动市场风险偏好上升，大宗商品价格普遍反弹。

基本金属：8月第2周，受通胀缓解带来的情绪刺激，LME 铜收涨 3.07%，录得 8112 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度连续三周下跌至 20%分位。在油价回调的背景下，铜油比仍在 14 年以来的新低附近，铜的中期性价比较高。8月第2周，基础金属价格多数仍处在上行通道，沪铝和沪镍分别上涨 1.63%和 4.37%。

贵金属：加息预期见顶，衰退预期上升，前期对金价来说的一对矛盾因素开始逐渐变为同向，无论后续主线是衰退还是滞胀，对金价来说都不是坏事，黄金最好的时间渐近，

当前可能是一个比较好的左侧窗口。8 月第 2 周，伦敦现货金价上涨 1.54%，收于 1802 美元。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度持续下挫至 59%分位，市场情绪偏中性偏积极。全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持仓总量较上周小幅下跌，但仍维持在去年三月以来的高位。

7 月通胀数据的回落驱动海外市场的衰退宽松交易进一步定价，但值得注意的是今年 4 月通胀数据也曾经回落，但在 5 月重新回升之后，市场对 6 月 FOMC 的加息预期也出现快速反弹。市场对 7 月非农数据超预期的反应钝感，在 9 月议息会议临近之前，除非 8 月通胀数据再超预期回升，否则市场很难推翻当前衰退宽松的交易逻辑。

后续的不确定性在于今年冬天的欧洲能源供应问题，当前欧洲正面临罕见的干旱，今冬出现极端能源短缺已经有所征兆。如果后续重回滞胀交易，金价的反弹更为通顺，即使是衰退宽松交易，金价表现也不会太差。

铜价将开始面对一组矛盾的定价逻辑（类似黄金 6 月至 7 月的局面），价格可能震荡。8 月第 2 周，工业品、农产品和能化品的风险溢价处于历史低位，估值【贵】。

4. 汇率：美德实际利差不低，美元短期快速贬值的条件并不完备

欧元兑美元收涨 0.79%，美元指数下跌 0.84%至 105.68。受美国 CPI 数据回落，欧美的货币紧缩节奏趋向收敛，我们的美元模型显示 7 月可能是美元指数的阶段性高点，但美德实际利差仍处在较高位置，美元短期快速贬值的条件也并不完备。

美元流动性溢价上涨，处于中性偏紧的位置（58%分位）。8 月第 2 周，在岸美元流动性溢价回升，仍处在较低位置（25%分位）。离岸美元流动性溢价持续上行，维持在历史高位（92%分位），欧元区的流动性风险自俄乌冲突开始已经累积了半年之久，目前处在较高水平。

8 月第 2 周，人民币汇率震荡偏弱，离岸人民币汇率下行 0.30%至 6.74，截至目前，本次贬值在时间和空间上尚不充分。人民币的短期交易拥挤度与上周基本持平，处在 13%分位，看多情绪降温到低位。人民币性价比仍处在历史绝对低位（0.3%分位）。

5. 海外：7 月通胀回落加速衰退定价，单边衰退交易可能在 9 月暂告结束

美国 7 月 CPI、核心 CPI 增速双双回落，CPI 同比上涨 8.5%，好于市场预期的 8.7%，较前值的 9.1%大幅回落。核心 CPI 同比上涨 5.9%，好于市场预期的 6.1%，与前值持平。7 月能源、机票和二手车价格的下跌是通胀下行的主要推手。其中，整体能源价格指数在 7 月份下降了 4.6%，汽油价格指数环比下跌了 7.7%，是自 2020 年 4 月以来的最大跌幅。目前俄乌局势仍不明朗，临近冬季之后能源价格可能还有反复。未来通胀是否单边回落仍

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45421

